

Q1 业绩表现好于预期,养殖降本增效成果显著

2022 年 04 月 29 日

➤ **事件概述：**公司发布 2021 年报及 2022 年一季报。2021 年公司实现营收 217.42 亿元，同比+17.4%；归母净利润-11.47 亿元，同比-220.7%。2022Q1 公司实现营收 49.1 亿，同比-2.4%；归母净利润-1.49 亿，同比-153.5%。

➤ **猪价进入下行周期,2021 年养殖业务深度亏损。**2021 年公司出栏生猪 154.2 万头,同比+50.5%;销售收入 25.7 亿元,同比+0.2%;“公司+农户”模式年初外购高价仔猪育肥,出栏成本高于 20 元/公斤,造成公司综合养殖成本偏高;若考虑计提减值,预计生猪业务净亏损约 10-11 亿;不考虑计提减值,则预计净亏损约 4-5 亿元。

➤ **饲料业务平稳增长,“现金牛”为公司养殖业务发展保驾护航。**2021 年公司饲料销量 510.96 万吨,同比+4.2%;实现营收 175.07 亿,同比+24.6%,占总营收比重 80.5%。饲料业务盈利水平相对稳定,周转速度快,在公司发展过程中扮演了重要的“现金牛”角色,预计饲料业务年度净利润约 2-3 亿元。公司 2022-2024 年饲料销量目标分别为 560/620/700 万吨,其中水产料为未来重点发展方向。

➤ **Q1 业绩表现好于预期,养殖降本增效成果显著。**2022Q1 公司出栏生猪 38.3 万头,同比-17.2%,出栏因龙华农牧加大仔猪自留育肥比例阶段性减少;销售收入为 5.13 亿元,同比-46.3%。按照出栏均重 110 公斤测算,一季度生猪销售均价约 12.2 元/公斤。伴随前期外购高价仔猪出栏完毕,公司自育肥成本优势逐渐凸显,Q1 完全成本已降至 17 元/公斤(其中龙华农牧完全成本约 16.5 元/公斤左右),头均亏损 528 元。不考虑资产减值转回影响,预计一季度养殖业务亏损 2 亿元左右。

➤ **自有资金储备充裕,偿债指标持续优于行业平均水平。**公司积极拓宽融资渠道,通过银行授信、可转债及定增等方式筹备资金,目前现金储备充足。截至 2022Q1 公司资产负债率为 61.2%,低于可比公司 69.5%的平均水平。近期公司计划采用定增募集不超过 12.2 亿元,帮助公司加快全产业链发展模式在全国范围内的布局。

➤ **投资建议：稳健成长的弹性标的,维持“推荐”评级。**2022-2024 年公司计划出栏生猪 200/350/500 万头(其中龙华出栏占比约为 30%/40%/40%),CAGR 达 48%,具备较强成长性;公司依据战略制定并实施了 2022 年 ESOP 持股计划,激励员工及管理层合力推进产能目标实现。预计随产能利用率提升,龙华出栏成本有望降至 16 元/公斤。我们维持 2022 年猪价震荡磨底的判断,伴随母猪产能去化,2023 年有望正式进入上行周期,故分别下调和上调 2022 年和 2023 年净利润,2022-2024 归母净利润分别为 0.55/15.87/20.33 亿元,对应 EPS 分别为 0.05/1.32/1.69 元,2023 年 PE 为 6 倍,可比公司 2023 年平均 PE 估值(Wind 一致预期)为 9 倍,公司仍然具有一定估值优势,故维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**公司业绩不及预期风险;猪价反弹不及预期风险;生猪产能去化不及预期风险;猪瘟疫病传播风险;天气灾害导致原材料价格波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,742	23,508	29,741	35,253
增长率(%)	17.4	8.1	26.5	18.5
归属母公司股东净利润(百万元)	-1,147	55	1,587	2,033
增长率(%)	-220.7	104.8	2766.5	28.1
每股收益(元)	-0.95	0.05	1.32	1.69
PE	-	164	6	4
PB	1.5	1.5	1.2	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

7.52 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

相关研究

- 1、唐人神(002567.SZ)：深耕主业的老牌饲企，稳健成长的养殖新星
- 2、唐人神(002567)年报业绩预告点评：养殖成本仍有改善空间，轻装上阵静待周期启航

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	21,742	23,508	29,741	35,253
营业成本	20,414	21,531	25,686	30,338
营业税金及附加	37	40	51	60
销售费用	521	508	644	761
管理费用	760	823	1,041	1,234
研发费用	263	247	312	370
EBIT	-254	360	2,007	2,489
财务费用	152	224	266	237
资产减值损失	-575	-22	-13	-22
投资收益	12	14	30	71
营业利润	-1,044	87	1,829	2,355
营业外收支	-103	-21	-27	-63
利润总额	-1,147	66	1,802	2,292
所得税	25	2	54	69
净利润	-1,172	65	1,748	2,223
归属于母公司净利润	-1,147	55	1,587	2,033
EBITDA	335	1,131	2,883	3,519

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,368	2,293	2,804	2,888
应收账款及票据	280	321	426	481
预付款项	545	493	671	766
存货	2,123	2,186	2,742	3,151
其他流动资产	550	532	658	772
流动资产合计	4,866	5,825	7,301	8,058
长期股权投资	59	59	59	59
固定资产	5,601	7,805	9,020	9,963
无形资产	557	588	624	654
非流动资产合计	9,679	11,754	12,429	13,245
资产合计	14,545	17,579	19,730	21,303
短期借款	522	822	1,622	1,422
应付账款及票据	1,107	1,036	1,281	1,539
其他流动负债	2,081	2,149	2,459	2,726
流动负债合计	3,710	4,007	5,363	5,687
长期借款	3,392	5,892	4,892	3,892
其他长期负债	1,315	1,485	1,630	1,752
非流动负债合计	4,708	7,378	6,522	5,645
负债合计	8,418	11,385	11,885	11,332
股本	1,206	1,206	1,206	1,206
少数股东权益	615	624	784	974
股东权益合计	6,127	6,194	7,845	9,971
负债和股东权益合计	14,545	17,579	19,730	21,303

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.36	8.12	26.51	18.53
EBIT 增长率	-119.74	241.87	457.88	24.01
净利润增长率	-220.74	104.83	2766.51	28.08
盈利能力 (%)				
毛利率	6.11	8.41	13.64	13.94
净利润率	-5.39	0.27	5.88	6.31
总资产收益率 ROA	-7.89	0.32	8.05	9.54
净资产收益率 ROE	-20.82	0.99	22.48	22.60
偿债能力				
流动比率	1.31	1.45	1.36	1.42
速动比率	0.59	0.79	0.73	0.73
现金比率	0.37	0.57	0.52	0.51
资产负债率 (%)	57.88	64.76	60.24	53.20
经营效率				
应收账款周转天数	4.67	4.52	4.55	4.58
存货周转天数	37.96	37.40	39.10	38.15
总资产周转率	1.49	1.34	1.51	1.65
每股指标 (元)				
每股收益	-0.95	0.05	1.32	1.69
每股净资产	5.08	5.14	6.50	8.27
每股经营现金流	-0.31	0.95	2.08	2.81
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.08
估值分析				
PE	-	164	6	4
PB	1.5	1.5	1.2	0.9
EV/EBITDA	38.44	13.19	4.98	3.75
股息收益率 (%)	0.00	0.00	1.10	1.10

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-1,172	65	1,748	2,223
折旧和摊销	588	771	876	1,030
营运资金变动	-761	-64	-424	-172
经营活动现金流	-379	1,143	2,514	3,388
资本开支	-3,477	-2,939	-1,550	-1,906
投资	171	0	0	0
投资活动现金流	-3,314	-2,925	-1,520	-1,836
股权募资	1,649	0	0	0
债务募资	2,187	2,970	-56	-1,077
筹资活动现金流	3,985	2,706	-483	-1,468
现金净流量	293	924	511	84

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001